

证券研究报告

食品饮料

强烈推荐 (维持)

证券分析师

汤玮亮
投资咨询资格编号: S1060512040001
0755-2262571
tangweiliang978@pasc.com.cn

文献
CFA 食品饮料首席研究员
投资咨询资格编号: S1060209040123
0755-22627143
wenxian@pasc.com.cn

丁芸洁
证券投资咨询资格编号: S1060110040054
0755-22625697
dingyunjie640@pingan.com.cn

解睿
证券投资咨询资格编号: S1060512070005
0755-22621631
xierui097@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告,如经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

沱牌舍得 (600702)

4Q12 提价促销售, 2013 年稳健成长可期

事项: 沱牌舍得 1 月 25 日发布全年业绩预增公告, 2012 年净利同比增长 70-100%, 据此推算, 2012 年实现每股收益 0.98-1.16 元。

平安观点:

- 2012 年业绩快速增长的原因: (1) 营销改革促进酒类业务收入快速增长。2012 年是转型第 3 年, 营销改革继续推进, 舍得酒放量, 东北、河南等重点区域销售计划完成情况较好, 估计酒类业务收入增幅超过 60%; (2) 中高档酒收入占比提高, 毛利率快速提升。预计 2012 年舍得酒收入占比提升至 60%, 销量同比增 50% 左右, 仍是收入增长的主要来源。中档酒陶醉销量增速较快, 从去年的 500 多吨增长至 700-800 吨, 毛利率大幅提升, 1-3Q12 毛利率达到 61.3%, 远高于 1-3Q11 的 51.3%。
- 2012 年底产品提价促进销售, 估计 4Q12 酒类业务收入增速环比明显回升, 1Q13 销售情况还需观察。公司 11 月中旬发了提价通知, 产品全线提价, 其中舍得酒从 468 元提价至 498 元。我们认为此次提价短期内可以促进产品的销售, 估计 4Q12 酒类收入增 30-40%, 好于 2Q12 和 3Q12。
- 4Q12 单季度利润增幅较低, 取预增区间的中值测算, 单季净利仅增 5.5%, 远低于 1-3Q12, 原因: (1) 上年同期业绩基数较高, 4Q11 净利增 506%, 占全年净利比重超过 50%; (2) 广告费用明显增加, 2012 年 12 月公司赞助了央视跨年晚会, 估计相关费用投入高达 6000 多万, 预计 2013 年广告费用保持高投入、超过 2 亿, 增长 50% 左右。
- 高管的考核机制逐步完善, 但仍有改进空间。对比川内的其他白酒上市公司, 沱牌舍得高管报表中体现的薪酬偏低。2012 年 8 月公司发布了《高级管理人员薪酬管理制度》, 高管薪酬与公司业绩有一定挂钩, 预计 2012 年报中高管薪酬将出现明显的增长, 但考虑到该制度细化程度不够, 仍有进一步改进的空间。
- 销售管理模式持续改革, 2013 年改为事业部制。公司现在的销售层级为: 营销公司-大区-战斗单元, 2012 年初对 39 个销售片区做了合并, 减为 36 个。由于舍得系列和沱牌系列价格定位不同、营销思路有区别, 因此公司正在酝酿新的销售管理模式调整, 由区域模式改为事业部模式, 分为舍得和沱牌两个事业部, 预计 2013 年上半年可以完成调整。
- 我们维持 2012 年 EPS 预测, 预计公司 2012-2014 年实现每股收益 1.02、1.54、1.96 元, 同比增长 76%、51%、27%。公司成长的逻辑并未发生变化, 变化的只是基数, 未来保持稳健增长可期, 我们维持“强烈推荐”的评级。
- 风险提示: 2012 年 11 月提价促销售可能导致 1Q13 渠道需消化库存。

损益表 (百万元, 元/股)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,269	1,821	2,369	2,968
YoY	41.9%	43.5%	30.1%	25.3%
营业成本	589	680	879	1,096
毛利率	53.6%	62.7%	62.9%	63.1%
营业税金及附加	130	189	246	309
股权激励费用	0	1	2	3
销售费用	129	288	332	386
管理费用	132	200	225	267
财务费用	33	39	10	1
投资净收益	7	20	10	10
营业利润	264	445	688	919
加: 营业外收入	3	2	0	0
减: 营业外支出	1	0	0	0
利润总额	266	447	688	919
减: 所得税	71	103	158	211
净利润	195	345	529	708
减: 少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利	195	345	529	708
YoY	155.2%	76.5%	53.7%	33.7%
销售净利润率	15.4%	18.9%	22.4%	23.8%
EPS (当年股本)	0.58	1.02	1.54	1.96
EPS (最新股本摊薄)	0.58	1.02	1.54	1.96

现金流量表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	195	345	529	708
折旧摊销	63	56	65	82
营运资金投资	658	-400	122	96
经营活动现金净流量	-343	797	479	693
资本开支	-40	0	200	200
投资活动现金净流量	-39	20	-190	-190
债务融资	126	-601	-80	0
股权融资	0	0	0	0
支付红利	-20	-61	-67	-169
融资活动现金净流量	63	-701	-157	-170
当年现金净流量	-319	116	132	333

资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	284	400	532	866
应收款项	18	63	68	84
预付款项	3	5	6	8
存货	1,525	1,359	1,581	1,754
其他流动资产	272	256	368	476
流动资产合计	2,144	2,129	2,618	3,265
长期股权投资	170	170	170	170
固定资产	641	633	773	894
无形资产	188	188	188	188
其他非流动资产	123	114	108	106
非流动资产合计	1,122	1,104	1,239	1,357
资产总计	3,266	3,233	3,857	4,623
短期借款	375	80	0	0
应付款项	169	161	215	273
预收款项	166	364	426	475
应付股利	0	0	0	0
其他流动负债	693	679	867	1,035
流动负债合计	1,237	920	1,081	1,308
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	1,237	920	1,082	1,309
归属母公司所有者权益	2,029	2,313	2,775	3,314
其中: 实收资本	337	337	337	337
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,029	2,313	2,775	3,314
负债及股东权益总计	3,266	3,233	3,857	4,623

重要指标速览	2011A	2012E	2013E	2014E
估值				
PE	45.2	25.6	16.7	12.5
PEG	0.6	0.5	0.5	0.5
PB	4.3	3.8	3.2	2.7
P/S	6.9	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	24.9	16.6	11.8	9.0
股息收益率	1.7%	0.8%	1.9%	3.1%
经营回报率				
ROE	9.6%	14.9%	19.1%	21.4%
ROA	6.0%	10.7%	13.7%	15.3%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	37.9%	28.5%	28.0%	28.3%
速动比率	0.5	0.8	1.0	1.2
运营效率				
存货周转率	0.4	0.0	0.0	0.0
流动资产周转率	0.6	0.9	1.0	1.0
固定资产周转率	1.9	2.9	3.4	3.6

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257